

ABS 投资面面观

华泰研究

2021 年 4 月 01 日 | 中国内地

深度研究

研究员 **程晨**
 SAC No. S0570519080002 chengchen@htsc.com
 SFC No. BPT388

研究员 **赵天彤**
 SAC No. S0570519070002 zhaotiantong@htsc.com

研究员 **张继强**
 SAC No. S0570518110002 zhangjiqiang@htsc.com
 SFC No. AMB145

核心观点

资产证券化产品通过结构化设计提供不同风险、期限及收益特征的证券，满足机构不同风险收益特征的投资需求。需要注意的是，监管政策也能约束并影响机构的投资行为，银行、保险是 ABS 主要的需求方，而公募基金偏好供应链及消费金融 ABS。在市场风险偏好低、流动性宽裕的环境下，我们建议挖掘 ABS 的流动性溢价机会，关注结构设计带来的信用增厚价值，当然基础资产本身仍是核心。

我国资产证券化市场处于高速发展阶段

资产证券化是指原始权益人将预期能产生现金流的基础资产通过结构化等方式加以组合，使其能够在市场上发行和交易的融资手段。我国资产证券化市场先后经历了初步尝试、危机停滞、重启试点和高速发展四个阶段。与美国资产证券化市场相比，中国资产证券化市场表现出了二级流动性偏弱、服务商体系尚未成熟、投资者结构单一、投机型产品较少、收益权类产品较多等特点，未来发展空间广阔。

我国资产证券化产品满足不同风险、收益及期限要求

我国资产证券化产品由信贷资产证券化、企业资产证券化、资产支持票据和保险资产支持计划四类组成。其中，信贷资产证券化和企业资产证券化存量规模较大。分产品类型来看，信贷 ABS 收益率整体偏低，期限分布范围较宽；企业 ABS 收益率分化明显，期限以中短期为主；资产支持票据收益率较高，期限以中长期为主。

监管政策是约束投资行为的重要因素

由于 ABS 被认定为标准化债权资产，在非标投资受限下，ABS 对机构的吸引力增强。具体机构而言，ABS 在银行表内资金风险权重占用比例低，受到银行青睐；2020 年 3 月，银保监会将保险资管产品 ABS 投资范围扩大至在银行间债券市场或证券交易所市场发行的证券化产品，投资范围得以放宽；目前公募基金投资于 ABS 比例仍显著低于产品条款约束，仍有配置提升空间。

商业银行为 ABS 最主要投资者、公募基金偏好供应链及消费金融 ABS

银行间信贷 ABS 持有机构以商业银行为主，并且银行对信贷 ABS 的青睐程度有所增强。交易所企业 ABS 持有人呈现多元化，银行是主要的投资者，券商资管、基金专户、基金、保险机构等均有参与。据公募基金 2020 年年报显示，公募基金持有 ABS 债券投资市值比为 1.42%，货币基金持有 ABS 的比例更高，在 5.5% 左右，供应链及消费金融 ABS 是主要的配置品种。

市场风险偏好低、流动性宽裕利好 ABS 投资

首先，ABS 具有分层分档偿付设计，可以满足不同的风险期限要求。其次，由于产品流动性相对较弱，具有流动性溢价，流动性宽裕的环境中，流动性溢价有压缩的空间；最后，由于 ABS 增信手段相对多元化、信用风险整体可控，市场较低的风险偏好带来配置需求。

风险提示：资金混同风险、底层资产无法变现的风险。

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

正文目录

我国资产证券化市场处于高速发展阶段.....	4
什么是资产证券化?	4
我国资产证券化市场发展的四个阶段.....	5
资产证券化的海外经验.....	6
四类资产证券化产品及特征.....	10
产品满足不同风险、收益及期限要求.....	13
信贷 ABS 产品收益及期限特征.....	13
企业 ABS 产品收益及期限特征.....	14
资产支持票据产品收益及期限特征.....	15
监管政策约束投资行为，需求未来可期.....	17
监管政策对各类机构的投资约束.....	17
资产证券化持有结构.....	20
把握流动性溢价、关注基础资产及结构设计优势.....	24
风险提示.....	26

图表目录

图表 1: 资产证券化示意图.....	4
图表 2: 唯盈 2020 年第三期个人汽车抵押贷款资产支持证券参与机构.....	4
图表 3: 我国资产证券化市场发展历经四个阶段.....	5
图表 4: 美国资产证券化历经起步阶段、快速发展阶段和调整阶段.....	6
图表 5: 美国资产证券化市场发行规模.....	7
图表 6: 美国资产证券化产品分类.....	7
图表 7: 美国 ABS 产品以 CDO/CLO 为主（截至 2020 年末）.....	8
图表 8: 美国 MBS 产品以机构支持 MBS 为主（截至 2020 年末）.....	8
图表 9: 美国资产证券化二级市场流动性较高.....	8
图表 10: 中美资产证券化市场差异对比.....	9
图表 11: 资产证券化产品分类.....	10
图表 12: 信贷资产证券化已进入常态化发展阶段（截至 2021 年 2 月）.....	11
图表 13: 信贷资产证券化较为集中（截至 2021 年 2 月）.....	11
图表 14: 企业资产证券化近年来增长迅猛（截至 2021 年 2 月）.....	11
图表 15: 企业资产证券化基础资产类型丰富（截至 2021 年 2 月）.....	11
图表 16: 资产支持票据起步较晚，存量规模较小（截至 2021 年 2 月）.....	12
图表 17: 资产支持票据基础资产以票据收益为主（截至 2021 年 2 月）.....	12
图表 18: 非首单注册制实行后保险资产支持计划项目数量显著增加.....	12
图表 19: 各类最底层资产 ABS 利差走势基本一致，利差分化有所收紧.....	13
图表 20: 信贷 ABS 中车贷和 CLO 利差相对较窄.....	14

图表 21: 信贷 ABS 中个人消费贷和住房抵押贷款收益率较高	14
图表 22: 信贷 ABS 期限分化程度高 (截至 2021 年 2 月)	14
图表 23: 企业 ABS 中融资租赁和应收账款类利差相对集中	15
图表 24: 企业 ABS 中房地产抵押贷款类收益率最高	15
图表 25: 企业 ABS 期限以中短期为主 (截至 2021 年 2 月)	15
图表 26: 资产支持票据中应收账款和供应链债权类利差走阔	16
图表 27: 资产支持票据利差较大, 租赁资产债权类收益率最高	16
图表 28: 资产支持票据期限以中长期为主 (截至 2021 年 2 月)	16
图表 29: 监管政策对各机构非标投资有诸多限制	17
图表 30: 商业银行部分资产风险权重占比	17
图表 31: 商业银行投资 ABS 交易对手确定方法	18
图表 32: 各类机构投资于 ABS 的政策汇总	19
图表 33: 政策持续利好资产证券化发展	20
图表 34: 中债登托管银行信贷 ABS 主要持有人为商业银行 (截至 2021 年 2 月)	21
图表 35: 商业银行中全国性大行及其支行为信贷 ABS 主要持有人 (截至 2021 年 2 月)	21
图表 36: 2020 年下半年以来银行对信贷 ABS 的青睐程度有所增强	21
图表 37: 上交所企业 ABS 持有人结构 (截至 2021 年 2 月)	22
图表 38: 深交所企业 ABS 持有人结构 (截至 2021 年 2 月)	22
图表 39: 2020 年全国性大行、城商行和商行产品持仓变化	22
图表 40: 2020 年末公募基金持有 ABS 中主要持仓基础资产	23
图表 41: 2020 年末公募基金持有 ABS 中前十大持仓产品系列	23
图表 42: 武威 2017-1 偿付模型	24
图表 43: ABS 成交额占存量比低于 5%	25
图表 44: 万科同期供应链 ABS 收益率明显高于信用债	25
图表 45: AAA 级企业 ABS 利差在 5BP 左右	25
图表 46: 资产证券化的期限具有不确定性 (以 17 丰耀 2A_bc 偿付现金流为例)	26

我国资产证券化市场处于高速发展阶段

什么是资产证券化？

资产证券化是指原始权益人将预期能产生现金流的基础资产通过结构化等方式加以组合，使其能够在市场上发行和交易的融资手段。

资产证券化通过特殊目的载体（SPV）进行资产重组，达到风险隔离和流动性增强的效果。资产证券化将基础资产的现金流重新打包切割风险和收益，并通过特殊目的载体（SPV）实现原始权益人和基础资产权利关系的隔离，使得投资者免受原始权益人的破产风险和其他资产风险的影响。在此基础上，资产证券化产品还通过各类增信手段进行信用增级设计，因此资产支持证券的信用评级往往高于原始权益人的主体信用评级。通过资产证券化，发行人能够盘活存量流动性差的优质资产、拓宽融资渠道。与此同时，资产证券化形式多样的产品特征可以满足不同投资者的风险收益要求。

图表1：资产证券化示意图



资料来源：华泰研究

资产证券化流程涉及多方参与机构。资产证券化的流程包括选取基础资产、组建资产池、设立特殊目的载体（SPV）、资产转让、资产分层、信用增级和评级、销售交易、资金回收和分配等步骤。一般而言，资产提供方被称为发起人，也叫原始权益人，其设立的特殊目的载体（SPV）是形式上的发行人。除此之外，资产证券化流程中还涉及到借款人、投资者、承销商、资金保管机构、登记结算机构等主体。

图表2：唯盈 2020 年第三期个人汽车抵押贷款资产支持证券参与机构

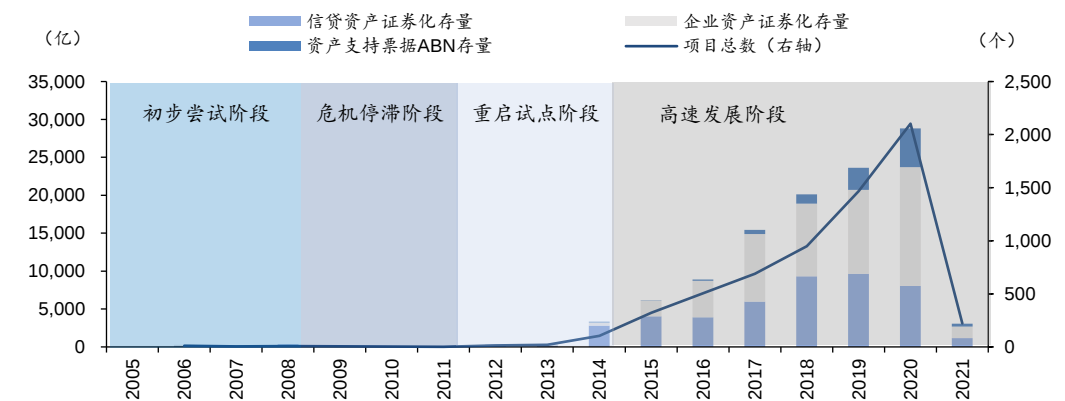


资料来源：公司公告，华泰研究

我国资产证券化市场发展的四个阶段

我国资产证券化市场发展历经四个阶段，分别为初步尝试阶段（2005 年-2008 年）、危机停滞阶段（2008 年底-2010 年）、重启试点阶段（2011 年-2014 年初）和高速发展阶段（2014 年末至今）。

图表3：我国资产证券化市场发展历经四个阶段



注：数据截至 2021.02.23

资料来源：Wind，华泰研究

初步尝试阶段（2005 年-2008 年）。2005 年 4 月，央行、银监会颁布实施了《信贷资产证券化试点工作管理办法》，资产证券化在我国正式拉开序幕。同年 12 月，国家开发银行和中国建设银行分别发行了我国首支信贷资产支持证券和住房贷款支持证券，是我国首批试点发行的信贷资产证券化产品。2005 年 9 月，证监会推出了我国首只企业资产证券化产品——中国联通 CDMA 网络租赁费收益计划。此后资产证券化试点有条不紊地展开，2007 年 9 月，我国启动第二批信贷资产支持证券试点。在整个试点阶段，资产证券化的发行数量和规模相对有限，信贷 ABS 共有 15 只产品发行，发行规模为 595.9 亿元，企业 ABS 共有 9 只产品发行，发行规模为 164.21 亿元。

危机停滞阶段（2008 年底-2010 年）。2008 年美国次贷危机爆发，我国监管层面为维护金融市场稳定和控制风险，暂停了资产证券化的试点。由于美国次贷危机的直接导火索是美国次级贷款的证券化，导致市场开始对以资产证券化为核心的金融创新产生了怀疑，资产证券化发行几乎停滞。在停滞阶段，仅有 8 只信贷资产证券化在此期间发行。

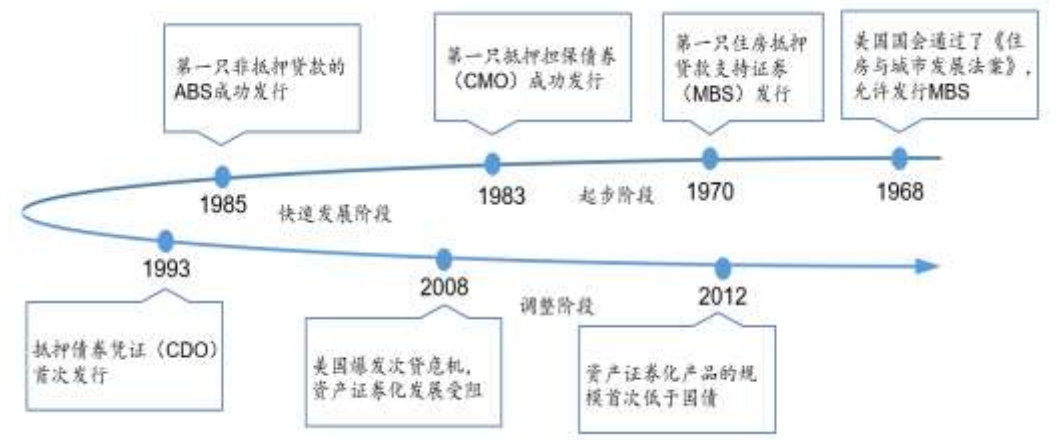
重启试点阶段（2011 年-2014 年初）。2011 年 9 月，证监会重启对企业资产证券化的审批。2012 年 5 月，人民银行、银监会和财政部联合发布《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》，正式重启我国资产证券化业务，并放宽了对投资人的限制。2013 年 3 月，证监会发布《证券公司资产证券化业务管理规定》，证券公司资产证券化业务由试点业务开始转为常规业务。2013 年 8 月，人行、银监会推动第三轮试点工作的开启，我国资产证券化市场逐步复苏。在此期间，信贷资产证券化共发行 12 只产品，发行规模为 380.48 亿元，企业资产证券化共发行 10 只产品，发行规模为 105.78 亿元。

高速发展阶段（2014 年末至今）。2014 年末，《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》和《资产支持专项计划备案管理办法》等文件的发布标志着我国资产证券化发行由审批制转为备案制，同时启动的负面清单管理为机构开展 ABS 业务大致划清了边界，拓宽了基础资产的可选范围，资产证券化市场开始蓬勃发展。2014 年至 2020 年，资产证券化存量总规模的复合增长率为 56.56%。截至 2021 年 2 月 23 日，市场资产证券化存量规模达 45,734 亿元，项目产品总数达 3,495 个。

资产证券化的海外经验

资产证券化起源于上世纪 70 年代的美国，历经起步阶段、快速发展阶段和调整阶段。

图表4：美国资产证券化历经起步阶段、快速发展阶段和调整阶段



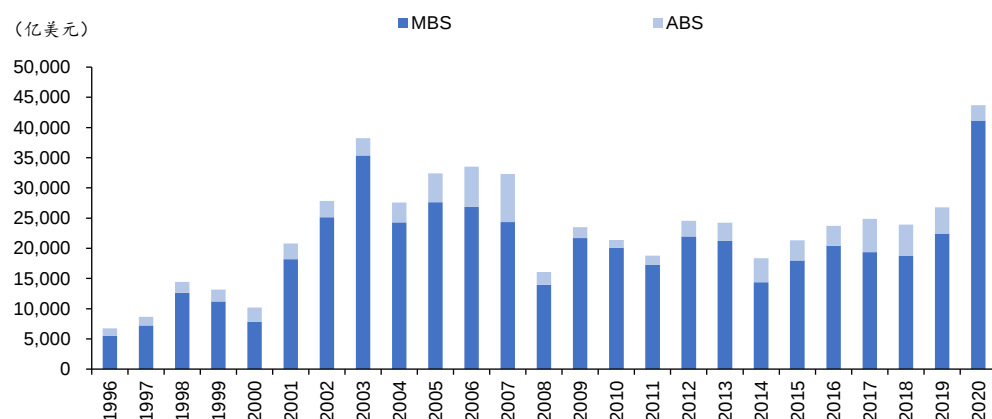
资料来源：华泰研究

起步阶段 (20 世纪 70 年代初-20 世纪 70 年代末)。自 20 世纪 60 年代起，住房抵押贷款的需求激增，储贷协会资金来源日趋紧张，加之通胀加剧、利率攀升等问题，金融机构资产流动性严重不足。为解决这一问题，1968 年美国国会通过了《住房与城市发展法案》，允许发行住房抵押贷款担保证券 (MBS)。1970 年，美国第一单 MBS 产品成功发行，标志着美国资产证券化市场的起步。资产证券化通过分散资产转移了流动性风险，改善了美国金融机构的收益率错配问题。

快速发展阶段 (20 世纪 80 年代初-2007 年)。随着 MBS 在市场上取得了一定的成功，各类资产证券化创新产品不断涌现。1983 年，世界上第一只抵押担保债券 (CMO) 成功发行；1985 年，世界上第一只非抵押贷款的 ABS 顺利问世；1993 年，将资产证券化产品产生的现金流作为抵押品的抵押债券凭证 (CDO) 首次发行。在此阶段，资产证券化市场规模持续提升，至 2007 年美国 MBS 和 ABS 产品的发行量分别达到 24,346 亿美元和 7,959 亿美元，二者发行量之和占美国债券总发行量的 50.7%，位居债券市场第一名。此外，20 世纪 90 年代曾兴起过以未来收益权为底层资产的资产证券化产品，如以未来机票收入或艺人的未来版权收入为标的的资产支持证券，但随着市场逐步意识到未来收益相对实质资产的不可靠性，收益权类 ABS 渐渐退出资产证券化市场。在 2008 年次贷危机后，收益权类 ABS 在公开交易市场已基本绝迹。

调整阶段 (2008 年至今)。在 MBS 的蓬勃发展和政府低利率政策的促进下，越来越多的投资者涌入房地产投资市场，许多缺乏偿付能力的个体也向银行贷款买房，形成的次级贷款被金融机构通过结构化分层包装成高等级的资产证券化产品，风险敞口不断扩大。在风险的持续积累下，次级贷款大量违约，信贷系统周转失灵，最终导致次贷危机爆发。作为次贷危机的导火索，资产证券化市场遭受了沉重打击，MBS 和 ABS 的总发行量由 2007 年的 32,304 亿美元下降至 16,091 亿美元，下滑了 50.19%。至 2012 年，资产证券化产品的规模首次低于国债，随后规模持续低于国债，至今仍为美国债券市场第二大品种。

图表5：美国资产证券化市场发行规模



资料来源：SIFMA，华泰研究

美国资产证券化产品按照基础资产可分为 MBS 和 ABS。按照基础资产分类，美国资产证券化产品可分为住房抵押贷款支持证券（MBS）和资产支持证券（ABS）两大类。其中，MBS 可进一步分为抵押贷款支持证券（RMBS）、商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）及担保抵押债券（CMO），按是否由政府机构发起又可以分为机构抵押证券和非机构抵押证券。ABS 包括狭义的资产支持证券（如车贷 ABS、信用卡贷 ABS、学生贷 ABS 等）及担保债务凭证（CDO）。CDO 作为一种再证券化产品，包含债券抵押债券（CBO）和贷款抵押债券（CLO）。

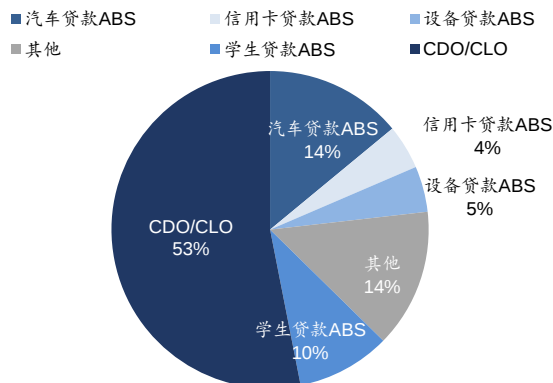
图表6：美国资产证券化产品分类



资料来源：SIFMA，华泰研究

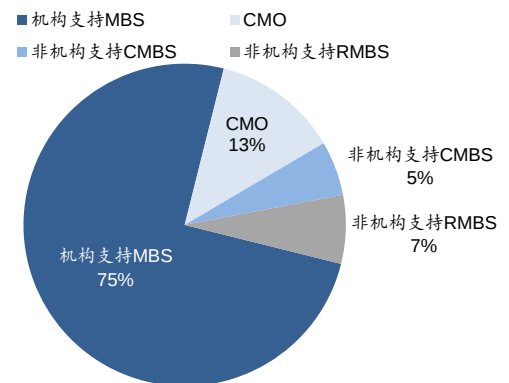
美国资产证券化市场现存产品以机构支持类 MBS 为主，预期收益权类基础资产较少。截至 2020 年末，美国资产证券化产品中 MBS 存量规模为 109,069 亿美元，占比 87.4%，而 ABS 存量规模远小于 MBS，为 15,727 亿美元。MBS 产品中占比最大的为机构支持 MBS，存量规模为 81,814 亿元，占比 75.01%，而非机构支持 RMBS 及 CMBS 占比均在 10% 以下。ABS 产品种类较为丰富，其中存量规模最大的为 CDO/CLO，占比 53.09%，其次是汽车贷款 ABS、学生贷款 ABS，占比分别为 14.01% 和 9.56%。此外，在美国资产证券化市场中，极少有将预期收益权作为基础资产的产品，相比之下，中国的预期收益权类证券化产品却是市场的主流产品之一。

图7：美国 ABS 产品以 CDO/CLO 为主（截至 2020 年末）



资料来源：SIFMA，华泰研究

图8：美国 MBS 产品以机构支持 MBS 为主（截至 2020 年末）

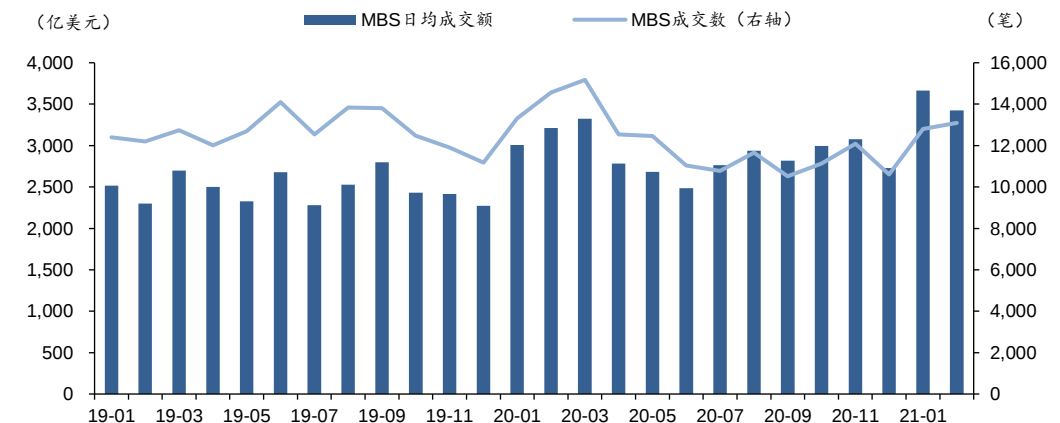


资料来源：SIFMA，华泰研究

与美国相比，中国资产证券化市场尚未成熟。美国是全球资产证券化发展最为成熟的市场，资产证券化产品已成为美国债券市场上第二大融资工具，经历了从繁荣到泡沫再到泡沫破裂的完整周期。而我国的资产证券化市场从 2014 年开启高速发展阶段至今仅有不到 7 年的时间，截至 2021 年 2 月，我国资产证券化市场容量占整个债券市场的比例仅为 3.91%，市场仍有待发展。

美国资产证券化二级市场流动性显著高于中国市场。作为资产证券化发展最为成熟的市场，美国资产证券化产品在二级市场上较为活跃。2019 年以来，美国 MBS 日均成交额超过 2,000 亿美元，成交笔数超过 10,000 笔，且 2021 年以来日均成交额有显著提升。相比之下，中国 ABS 市场极度缺乏流动性，在 2020 全年的成交金额仅为 9,262 亿元，远低于美国。

图9：美国资产证券化二级市场流动性较高



资料来源：SIFMA，华泰研究

美国资产证券化市场存在较多投机型产品。截至 2021 年 2 月，在美国有评级的资产证券化产品中，约有一半评级在 BB 级及以下的投机型产品，占比为 41.64%，AAA 级资产证券化产品占比略小于 BB 级及以下的产品占比，为 40.44%。

美国服务商体系较中国更为成熟。美国资产证券化市场的专业化分工程度高，存在广泛的向借款人收取利息和本金的服务商，且各类服务商的职责明确：主服务商主要负责对下级服务商（如基本服务商）进行协调和监督，以确保向借款人回收本息；基本服务商与则与借款人直接接触，从借款方手中归集本息，并在必要时对本金进行垫付；对于长期逾期或违约的困难资产，一般交由经验更为丰富的特殊服务商来处理。而在中国，服务商的职能尚不清晰，一般由发起机构承担服务商的职责，较少有独立的第三方服务商存在。

此外，中美资产证券化还在投资者结构、受托机构、再证券化规定等方面存在差异。在投资者方面，美国市场中的投资者较为多元，而中国投资者中商业银行占据主导地位。在再证券化的规定方面，美国允许资产支持证券的再证券化，并由此发行了担保债务凭证(CDO)等产品，而中国市场目前尚不允许再证券化产品的存在。在受托机构方面，美国目前同时采取 SPC（特殊目的公司）和 SPT（特殊目的信托）两种形式，而中国只存在 SPT 一种形式。

图表10：中美资产证券化市场差异对比

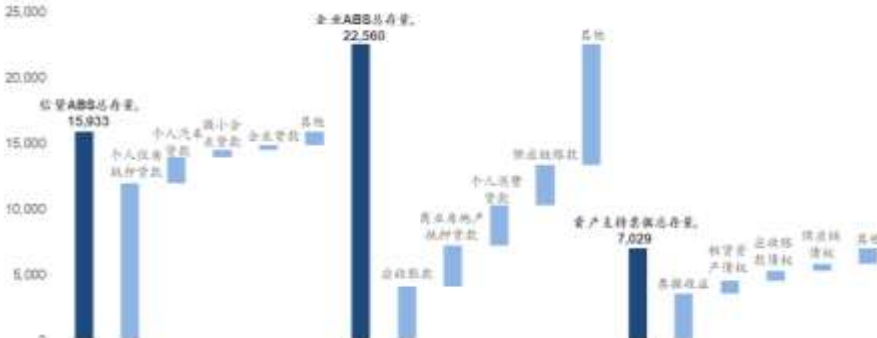
不同点	美国	中国
发展阶段	已经历从繁荣到泡沫再到泡沫破裂的完整周期	仍处于高速阶段
基础资产类型	以住房抵押贷款为主，预期收益权类极少	以公司贷款为主，预期收益权类占比较大
二级市场流动性	强	弱
信用评级结构	存在较大规模的低等级投机类证券	以中高等级为主
服务商	包括主服务商和基本服务商，对于困难资产还需要聘用特殊服务商	一般由发起机构承担服务商职责
投资者构成	投资者多样性较强	商业银行占据主导地位
是否存在信用风险	结构性个贷抵押券等产品仅存在利率风险，不存在信用风险	均存在信用风险
受托机构的组织结构	同时采取 SPC（特殊目的公司）和 SPT（特殊目的信托）两种形式	仅 SPT（特殊目的信托）模式
是否允许资产支持证券的再证券化	允许	不允许

资料来源：《中国资产证券化操作手册（第二版）》（林华等，2016年6月出版），华泰研究

四类资产证券化产品及特征

我国资产证券化产品可分为信贷资产证券化、企业资产证券化、资产支持票据和保险资产支持计划。其中，信贷资产证券化由人民银行和银保监会监管，基础资产以银行等金融机构的信贷资产为主，一般单笔金额小而贷款笔数多，标准化较高；企业资产证券化由证监会监管，基础资产相对多元化，包括应收账款、融资租赁、收费权等，审批方式为备案制，发行流程相对简便；资产支持票据（ABN）由交易商协会监管，可以通过公募和私募两种方式发行，基础资产包括票据收益资产、应收债权类资产、租赁债权资产等，对资产资质要求较高；保险资产支持计划是由保险资产管理公司等机构作为受托人设立的，面向保险机构等投资者发行的收益凭证，基础资产包括融资租赁类资产、不良资产重组类资产、小额贷款类资产等，并不局限于保险相关资产。

图表11：资产证券化产品分类

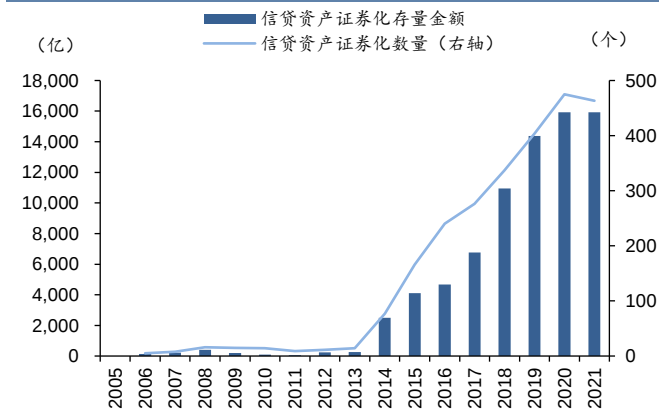
	信贷资产证券化	企业资产证券化(ABS)	资产支持票据(ABN)	保险资产支持计划
基础资产	银行等金融机构的信贷资产，包括个人住房抵押贷款、汽车贷款、消费贷款、企业贷款、不良资产贷款等	企业债权类资产、收益权类资产，具体包括应收账款、融资租赁、收费权等	与企业资产证券化类似	与企业资产证券化类似
原始权益人	金融机构	以非金融机构为主	以非金融机构为主	以保险公司及非金融机构为主
交易场所	银行间市场	证券交易所、证券业协会机构间报价与转让系统、柜台市场等	银行间市场	上海保险交易所
存量规模（亿元）				共有 54 单保险资产支持计划成功发行，以融资租赁类基础资产为主
收益率特征	（总体而言，企业 ABS 收益率>资产支持票据收益率>信贷 ABS 收益率） 利差相对较窄，住房抵押贷款类产品收益率较高 利差分化明显，商业房地产抵押贷款类产品收益率较高 利差较大，租赁资产债权类产品收益率较高			
期限特征	期限分化程度高	以中短期为主	以中长期为主	--
发行方式	公募	私募	公募+私募	私募
发行载体（SPV）	特殊目的信托	券商专项资管计划、基金子公司专项资管计划	特殊目的信托	保险公司资管计划
监管机构	人民银行+银保监会	证监会	交易商协会	银保监会
监管审批方式	信息登记制	备案制	注册制	初次申报核准、后续产品注册
登记托管机构	中债登	中证登	上海清算所	具备保险资金托管资质的托管人

注：数据截止至 2021 年 2 月

资料来源：证监会，银保监会，交易商协会，Wind，华泰研究

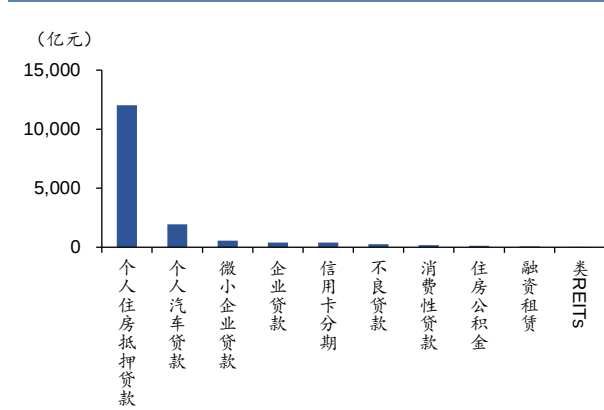
信贷资产证券化发展相对成熟，基础资产较为集中。我国的信贷资产证券化于 2005 年首次发行，是我国启动最早的资产证券化项目。2012 年初，央行、银监会、财政部联合下发《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》，鼓励信贷证券化常态化发展，并不断扩大试点规模，此后信贷资产证券化业务蓬勃发展，目前已进入成熟阶段，存量增速有所放缓。截至 2021 年 2 月，信贷资产证券化存量余额达 15,933 亿元，占资产证券化总存量的 34.84%，2020 年全年发行量为 8,001 亿元，共发行资产证券化项目 183 个。现阶段信贷资产证券化的基础资产集中于个人住房抵押贷款，存量规模达 12,023 亿元，占资产信贷证券化基础资产的 75.46%，其次是个人汽车贷款，存量规模为 1,941 亿元，占比为 12.18%。

图12: 信贷资产证券化已进入常态化发展阶段(截至2021年2月)



资料来源: Wind, 华泰研究

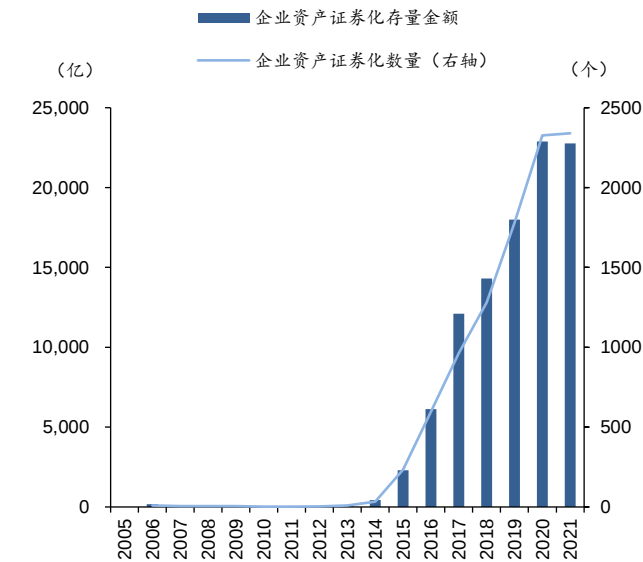
图13: 信贷资产证券化较为集中(截至2021年2月)



资料来源: Wind, 华泰研究

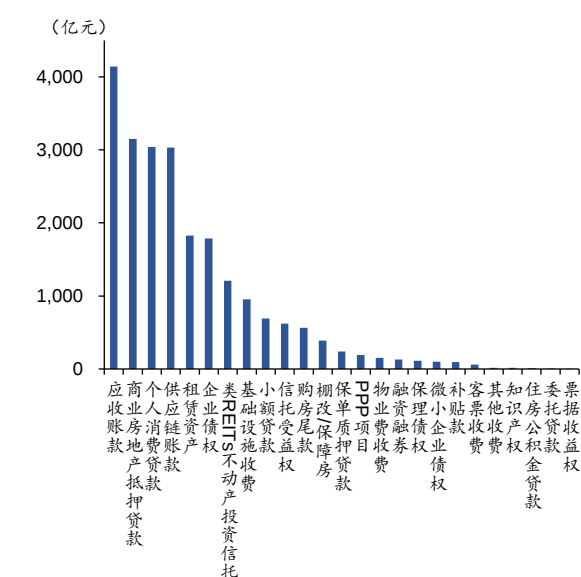
企业资产证券化近年来发展迅猛，基础资产类型丰富。我国企业资产证券化自2014年协会备案制和负面清单管理的实施以来，市场持续扩容。由于企业资产证券化的创新性及便捷性，企业ABS愈发受到发行人和投资者的青睐，近年来企业资产证券化的存量规模已反超信贷资产证券化。截至2021年2月，企业资产证券化存量余额达22,773亿元，占资产证券化总存量的49.79%，2020年全年发行量为15,677亿元，共发行资产证券化项目1,472个。现阶段企业资产证券化的基础资产较为多样，其中规模最大的是应收账款。截至2021年2月，应收账款类ABS的存量规模为4,142亿元，占基础资产的18.36%。商业房地产抵押贷款、个人消费贷款和供应链账款的规模较为接近，存量规模均超过3,000亿元，占比分别为13.97%、13.48%和13.43%。

图14: 企业资产证券化近年来增长迅猛(截至2021年2月)



资料来源: Wind, 华泰研究

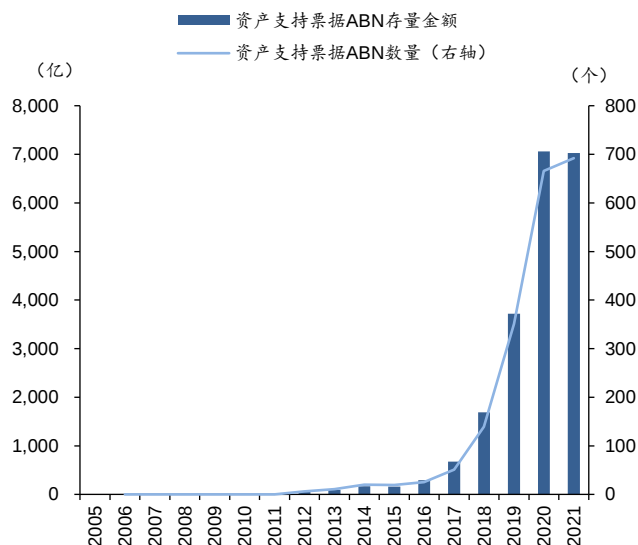
图15: 企业资产证券化基础资产类型丰富(截至2021年2月)



资料来源: Wind, 华泰研究

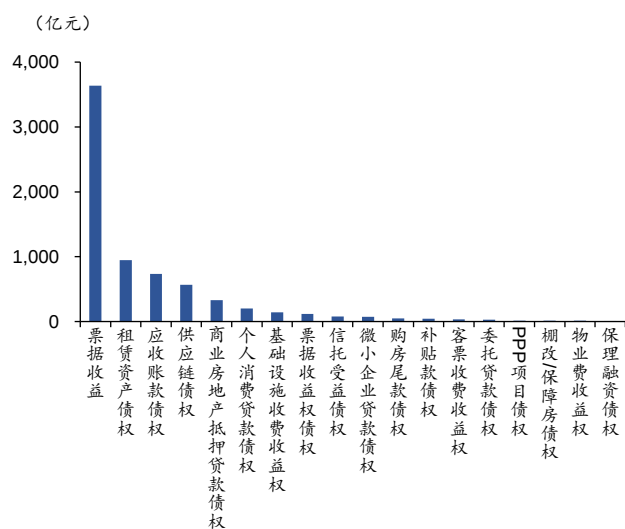
资产支持票据资产支持计划起步较晚，基础资产以票据收益为主。2012年8月，银行间交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引》，标志着资产支持票据正式诞生，但初始阶段发展较为缓慢。2016年12月，中国银行间市场交易商协会发布《非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》，加大资产支持票据的支持力度，此后资产支持票据的发行量持续显著增长。截至2021年2月23日，资产支持票据存量余额为7,027亿元，占资产证券化总存量的15.37%，其中一半以上的基础资产为票据收益，当前存量规模为3,637亿元。资产支持票据2020年全年发行量为5,105亿元，共发行资产证券化项目447个。

图表16: 资产支持票据起步较晚, 存量规模较小(截至2021年2月)



资料来源: Wind, 华泰研究

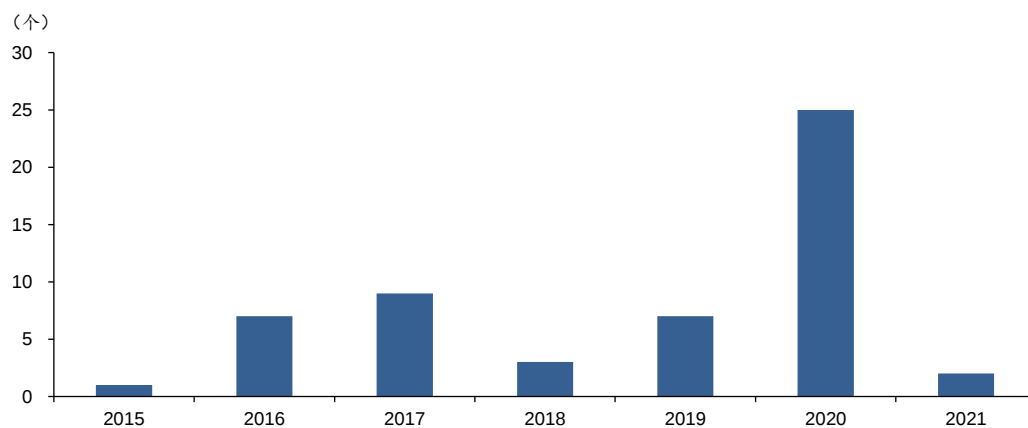
图表17: 资产支持票据基础资产以票据收益为主(截至2021年2月)



资料来源: Wind, 华泰研究

保险资产支持计划发行规模极小, 基础资产多为融资租赁类资产。2015年8月, 原保监会发布《资产支持计划业务管理暂行办法》, 保险机构资产支持计划由此诞生。由于保险机构资产支持计划起步时间较晚、目标投资者限于保险机构投资者等原因, 资产支持计划发行规模远小于主流信贷ABS和企业ABS。2019年6月底, 银保监会发布了《关于资产支持计划注册有关事项的通知》, 确立了资产支持计划初次申报核准、非首单产品注册的制度, 保险资产支持计划发行数量由此显著增长。综合银保监会的批复文件及中保登的注册文件, 截止至2021年2月23日, 共有54单保险资产支持计划成功发行, 基础资产以融资租赁类为主。在非首单注册制实行后, 2020年保险资产支持计划项目数量首次突破个位数达到25个。

图表18: 非首单注册制实行后保险资产支持计划项目数量显著增加



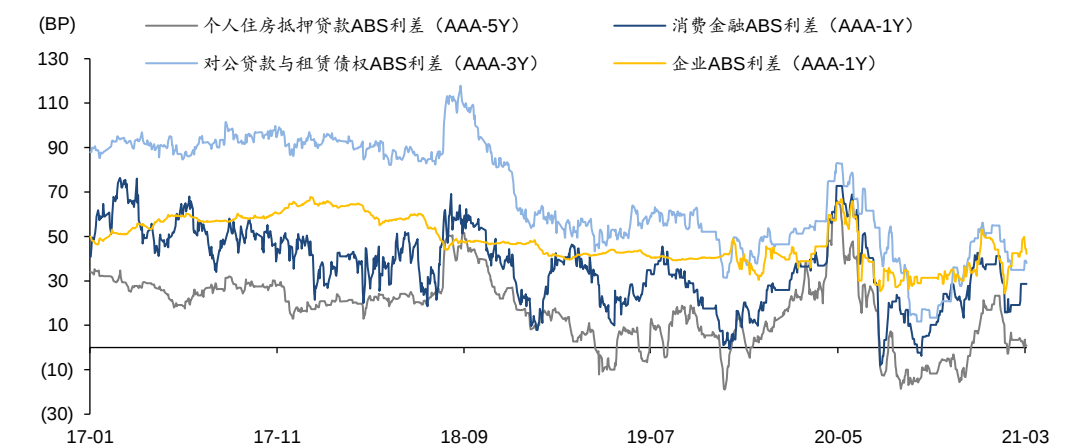
注: 2021年数据截止至2月23日

资料来源: 银保监会官网、中保登官网, 华泰研究

产品满足不同风险、收益及期限要求

各类 ABS 利差走势基本一致，但利差分化加剧。取中债估值中心披露的四类基础资产 ABS 的 AAA 级对应期限的收益率并计算其利差，可以发现不同底层资产 ABS 的利差分化较为明显，整体而言，个人住房抵押贷款 ABS 利差最低，曾屡次达到负值；对公贷款与租赁债权 ABS 的利差最高，2018 年 8 月达到历史最高值 118BP。2020 年以来，各类最底层资产 ABS 利差分化明显收紧，对公贷款与租赁债权 ABS 和消费金融 ABS 的利差逐渐逼近。从历史利差走势来看，2018 年上半年，在民企信用违约潮的演绎下 ABS 发行难度陡增，各类 ABS 利差不断上行，2018 年下半年，随着《商业银行理财业务监督管理办法》等政策的出台，实体流动性压力得到缓解，高等级 ABS 发行量有所回升，机构加配 ABS 造成利差回落。2020 年上半年，在疫情的影响下 ABS 发行有所停滞，且中短票利率下行速度更快，导致各类 ABS 的利差明显增大，2020 年 5 月以后，疫情好转带来经济复苏，央行逐渐退出超宽松货币政策，促使中短票收益率上行，且上行幅度高于 ABS 收益率，各类 ABS 利差被动下行。

图表19： 各类最底层资产 ABS 利差走势基本一致，利差分化有所收紧



注：各资产支持证券利差=各资产支持证券收益率-同期限、同评级中债中短期到期收益率。

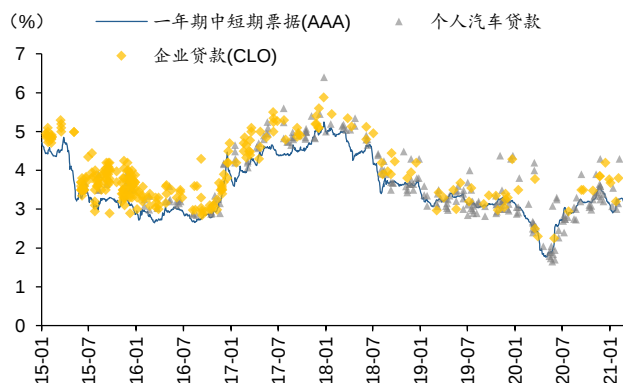
资料来源：Wind，华泰研究

分产品类型来看，信贷 ABS 利差相对较窄，期限有所分化，住房抵押贷款类产品收益率最高；企业 ABS 利差分化明显，期限以中短期为主，商业房地产抵押贷款类产品收益率最高；资产支持票据利差较大，期限以中长期为主，租赁资产债权类产品收益率最高。

信贷 ABS 产品收益及期限特征

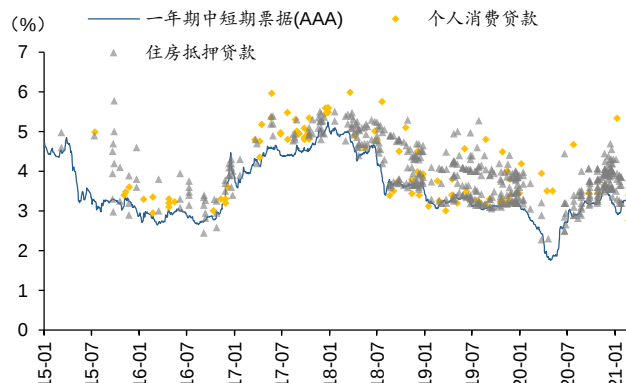
信贷 ABS 利差相对较窄，住房抵押贷款类产品收益率最高。与企业 ABS 和资产支持票据相比，信贷 ABS 的基础资产主要集中于信贷类资产，发展较为成熟，发行利率市场化程度较高，利差相对较窄。分基础资产来看，个人汽车贷款利差空间最小，发行利率在一年期中短期票据（AAA）收益率上下较窄区间内浮动；个人消费贷款收益率较为分散，利差有不断走阔的趋势；住房抵押贷款的收益率最高，利差随着资产的不断丰富有所分化。

图表20: 信贷 ABS 中车贷和 CLO 利差相对较窄



资料来源: Wind, 华泰研究

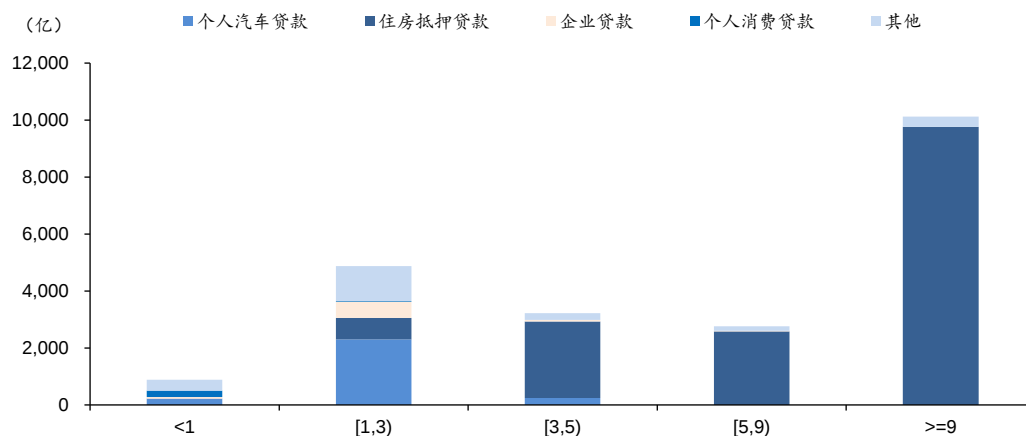
图表21: 信贷 ABS 中个人消费贷和住房抵押贷款收益率较高



资料来源: Wind, 华泰研究

信贷 ABS 期限分化程度高。信贷 ABS 产品期限相对较长，截至 2021 年 2 月，仅有 3.04% 的产品期限在一年以下。对于不同的基础资产而言，信贷 ABS 的期限有所差异，其中住房抵押贷款的期限主要集中于中长期，有一半以上的 ABS 期限大于 9 年，而个人汽车贷款、企业贷款等基础资产的 ABS 期限主要集中在[1,3)的期限区间。

图表22: 信贷 ABS 期限分化程度高（截至 2021 年 2 月）

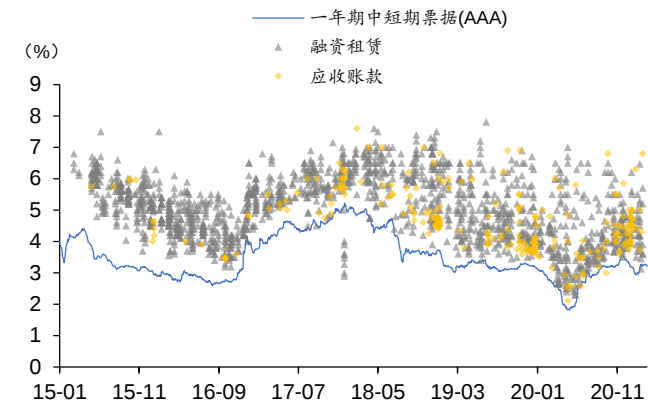


资料来源: Wind, 华泰研究

企业 ABS 产品收益及期限特征

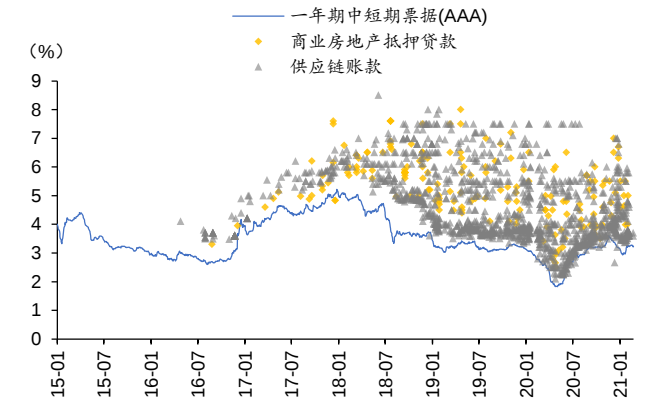
企业 ABS 利差分化明显，商业房地产抵押贷款类产品收益率最高。相比于信贷 ABS，企业 ABS 的基础资产类型较为分散，发行定价差异较大，导致利差分化较为明显。分基础资产来看，融资租赁类 ABS 和应收账款类 ABS 与一年期中短期票据（AAA）的利差中位数均在 2% 左右；供应链账款利差相对较窄，但存在一定的个体化差异；商业银行抵押贷款收益率最高，但由于产品的多样性较强，发行利率较为分散。

图23: 企业ABS中融资租赁和应收账款类利差相对集中



资料来源: Wind, 华泰研究

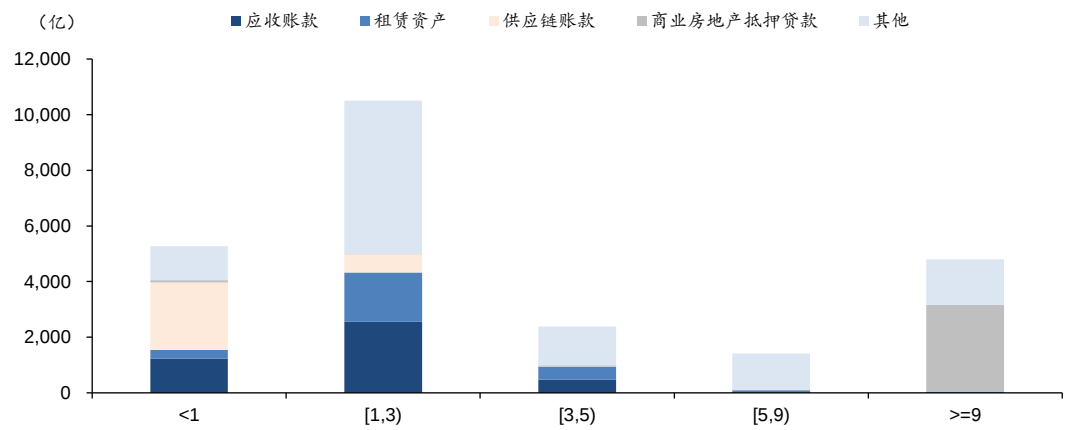
图24: 企业ABS中房地产抵押贷款类收益率最高



资料来源: Wind, 华泰研究

企业ABS期限以中短期为主。企业ABS类产品期限大部分在3年以内，截至2021年2月，企业ABS中有43.09%的产品期限集中在[1,3)的期限区间内。分基础资产来看，应收账款和租赁资产类产品的期限都主要位于[1,3)的期限区间；供应链账款类产品的期限较短，通常是1年以下，有78.58%的供应链账款类产品期限小于1年；商业房地产抵押贷款的期限较长，有95.38%的产品期限大于9年。

图25: 企业ABS期限以中短期为主（截至2021年2月）

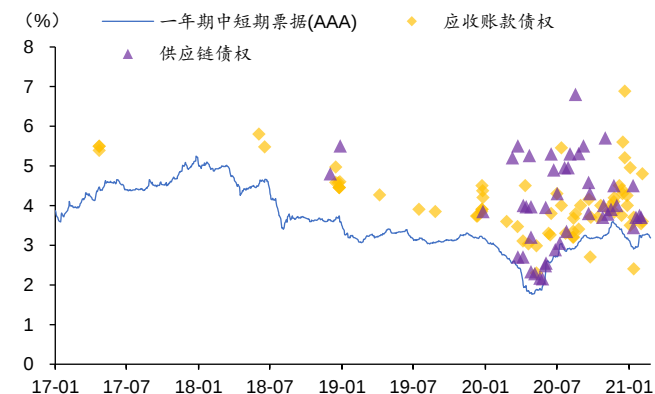


资料来源: Wind, 华泰研究

资产支持票据产品收益及期限特征

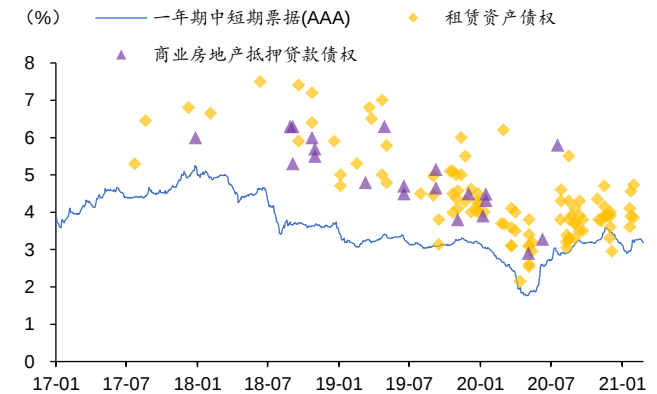
资产支持票据（ABN）利差较大，租赁资产债权类产品收益率最高。资产支持票据起步较晚，基础资产类型限制较小，在发展初期利差相对较厚，随着发行的标准化程度逐步增加、投资者认可度不断提升，资产支持票据的利差有收窄趋势。分基础资产来看，租赁资产债权收益率最高，应收账款债权的标准化程度高，利差较小；2020年以来供应链债权类产品数量激增，利差的个体性差异仍较大。

图表26: 资产支持票据中应收账款和供应链债权类利差走阔



资料来源: Wind, 华泰研究

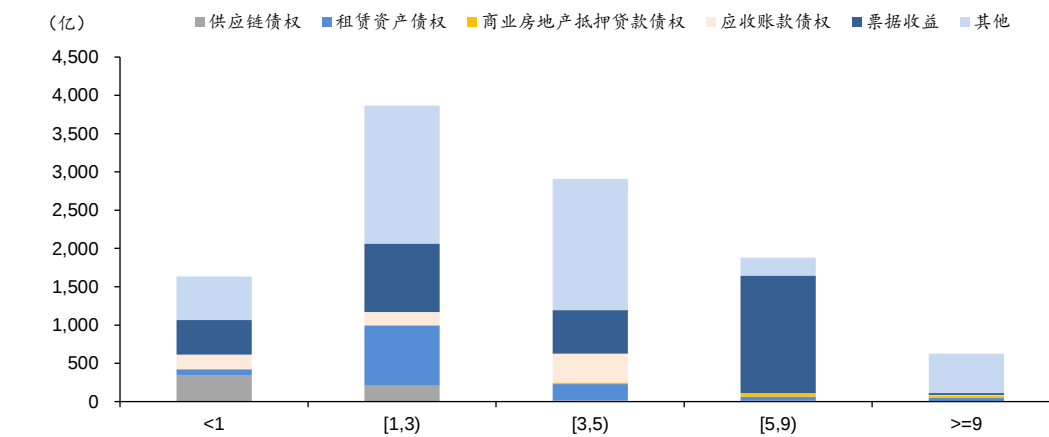
图表27: 资产支持票据利差较大, 租赁资产债权类收益率最高



资料来源: Wind, 华泰研究

资产支持票据的期限以中长期为主。截至2021年2月, 在所有资产支持票据中, 期限在1~5年内的产品占资产支持票据总数的71.91%, 期限以中长期为主。分基础资产来看, 租赁资产债权类、票据收益类和租赁资产类的产品期限集中在[1,3)的期限区间内, 而应收账款债权的期限区间以[3,5)为主。

图表28: 资产支持票据期限以中长期为主 (截至2021年2月)



资料来源: Wind, 华泰研究

监管政策约束投资行为，需求未来可期

监管政策对各类机构的投资约束

ABS 被认定为标准化债权资产，在非标投资受限政策下吸引力增强。根据 2020 年 7 月发布的《标准化债权类资产认定规则》，信贷资产支持证券、资产支持票据、证券交易所挂牌交易的资产支持证券均属于监管承认的标准化债券资产，即四类资产支持证券中仅保险机构资产支持计划为非标资产。在资管新规下，银行、证券期货、信托等机构的非标资产投资额受到严格限制，而 ABS 兼具标准化属性和融资便利性，在非标投资受限的政策下对投资者的吸引力增强。

图表29： 监管政策对各机构非标投资有诸多限制

投资机构	时间	政策文件	具体内容
银行	2018 年 9 月 28 日	《商业银行理财业务监督管理办法》	商业银行全部理财产品投资于非标准化债权类资产的余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的 35%，也不得超过商业银行上一年度审计报告披露总资产的 4%。
证券期货	2018 年 10 月 22 日	《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》	同一经营机构私募资产管理业务投资非债权的金额不得超过全部资管计划净资产的 35%，投资于同一非标准化债权类资产的资金合计不得超过 300 亿元。
信托	2020 年 5 月 8 日	《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》	明确全部集合资金信托投资于非债权资产的合计金额在任何情况下均不得超过全部集合资金信托合计实收信托的 50%。同时限制非标债权集中度，全部集合资金信托投资于同一融资人及其关联方的非标债权资产的合计金额不得超过信托公司净资产的 30%。

资料来源：银保监会，证监会，华泰研究

ABS 在银行表内资金风险权重占用比例低，受到银行青睐。根据 2012 年原银监会发布的《商业银行资本管理办法（试行）》，投资 AA-及以上评级的资产证券化风险权重占比仅为 20%。相比之下，商业银行投资其它金融机构债权及一般企业债权的风险权重为 100%，投资同业其他商业银行债权的风险权重占用为 20%或 25%。由于信贷 ABS 标准化程度较高且可用的增信手段丰富，目前市场中发行的信贷 ABS 的信用评级多数位于 AA-以上，因此投资信贷 ABS 能有效节约商业银行的风险权重占比，持有价值凸显。

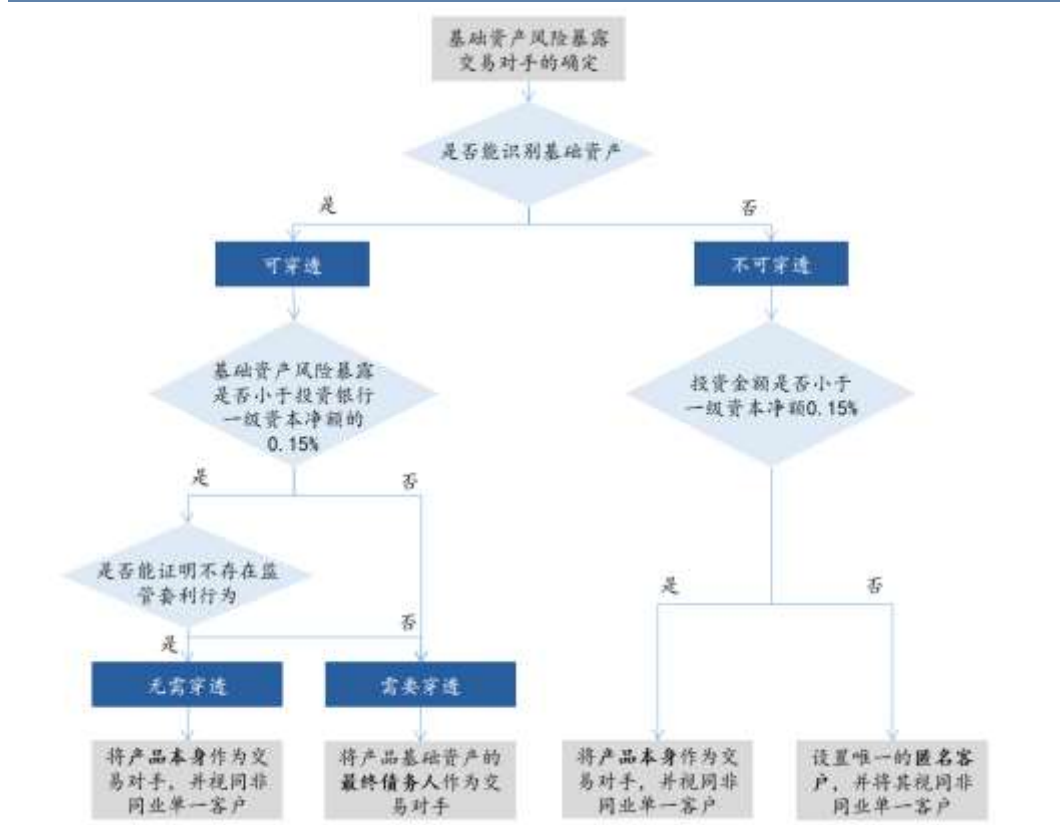
图表30： 商业银行部分资产风险权重占比

资产类别	风险权重
现金及现金等价物	0%
AAA 到 AA-资产证券化	20%
其它商业银行债权（原始期限三个月及以内）	20%
其它商业银行债权（原始期限三个月以上）	25%
A+到 A-资产证券化	50%
个人住房抵押贷款	50%
BBB+到 BBB 资产证券化	100%
其它商业银行的次级债权（未扣除部分）	100%
一般企业债权	100%
其它金融机构债权	100%
非自用不动产	1250%

资料来源：《商业银行资本管理办法(试行)》，华泰研究

风险暴露管理政策下中小银行投资 ABS 净额受到约束。2018 年 5 月，银监会公布《商业银行大额风险暴露管理办法》，要求商业银行应使用穿透方法，将资产管理产品或资产证券化产品基础资产的最终债务人作为交易对手，并将基础资产风险暴露计入该交易对手的风险暴露。对于无法穿透到基础资产的资管产品和 ABS 产品，若投资金额超过一级资本净额 0.15%，则应全部计入唯一的“匿名客户”，视为非同业单一客户，且非同业单一客户的风险暴露不得超过一级资本净额的 15%。大型银行由于一级资本净额较大，受该政策约束有限，但中小银行存在较大合规成本，ASB 投资净额受到限制。

图表31： 商业银行投资 ABS 交易对手确定方法



资料来源：《商业银行大额风险暴露管理办法》附件 2——《特定风险暴露计算方法》，华泰研究

保险资管投资 ABS 范围放宽，丰富了保险资管的投資选择。自 2012 年 10 月原保监会发布《关于保险资金投资有关金融产品的通知》起，ABS 成为了监管认可的保险资金可投资品种，但文件规定，ABS 可投资产品类型仅限于信贷资产支持证券、证券公司专项资产管理计划、保险资产管理公司基础设施投资计划、不动产投资计划和项目资产支持计划。2020 年 3 月，银保监会发布《保险资产管理产品暂行办法》，将保险资管产品投资范围扩大至在银行间债券市场或证券交易所市场等国务院同意设立的交易市场发行的证券化产品，保险资管投资者的 ABS 投资范围得以放宽，保险资管投资于 ABS 产品的选择不断丰富。

公募基金投资于 ABS 比例受限，但仍存在较大增长空间。根据 2006 年证监会发布的《关于证券投资基金投资资产支持证券事项的通知》，单只基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券的比例不得超过基金资产净值的 10%，且同一基金管理人管理的全部证券投资基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券，不得超过其各类资产支持证券合计规模的 10%。此外，2017 年 9 月证监会发布的《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》中表明，开放式基金投资于流动性受限资产不得超过基金净资产的 15%，而资产支持证券作为流动性受限资产受到该项限制。但从公募基金实际投资情况看，整体离监管限定的水平还很远。2020 年四季度公募基金投资资产支持证券的市值占债券投资的比例仅为 1.42%，未来可增长的空间很大。

图表32： 各类机构投资于 ABS 的政策汇总

投资机构	投资约束	时间	政策文件	核心内容
银行	确定 ABS 占用的资产风险权重	2012 年 6 月	《商业银行资本管理办法（试行）》附件 9——《资产证券化风险加权资产计量规则》	AA-等级及以上证券化产品占用银行 20% 的风险权重。
	提出明确的风险暴露管理要求	2018 年 5 月	《商业银行大额风险暴露管理办法》	商业银行应使用穿透方法，将资产管理产品或资产证券化产品基础资产的最终债务人作为交易对手，并将基础资产风险暴露计入该交易对手的风险暴露。
保险	放开 ABS 投资限制	2020 年 3 月	《保险资产管理产品管理暂行办法》	保险资产可以投资于在银行间债券市场或者证券交易所市场等经国务院同意设立的交易市场发行的证券化产品。
基金	规定流动受限资产投资比例	2017 年 9 月	《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》	开放式基金投资于流动性受限资产不得超过基金净资产的 15%。
	规定 ABS 产品投资比例	2006 年 5 月	《关于证券投资基金投资资产支持证券事项的通知》	单只基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券的比例不得超过基金资产净值的 10%，且同一基金管理人管理的全部证券投资基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券，不得超过其各类资产支持证券合计规模的 10%。

资料来源：银保监会，证监会，华泰研究

政策持续利好资产证券化，ABS 未来发展可期。ABS 作为能够有效盘活存量资产、具备融资便利性的标准化债权资产，是政策重点鼓励的对象。自资产证券化市场步入高速发展阶段以来，政策先后鼓励旅游产业、汽车产业、城市轨道交通业、文化产业、绿色产业等相关优质资产的资产证券化，并对涉农企业、创新创业企业、小微企业等企业的 ABS 发行予以支持。此外，政策多次鼓励资产证券化产品的创新，并支持资产证券化产品作为地方 AMC 的融资渠道和社会资本的进入退出渠道。值得注意的是，多份政策文件重点表明，政策所支持的资产证券化产品需符合“真实出售、破产隔离”的原则，而不满足该原则的 ABS 产品则存在较大风险。未来随着资产证券化产品的不断创新和发行者、投资者角色的不断丰富，ABS 市场将有更为广阔的发展空间。

图表33：政策持续利好资产证券化发展

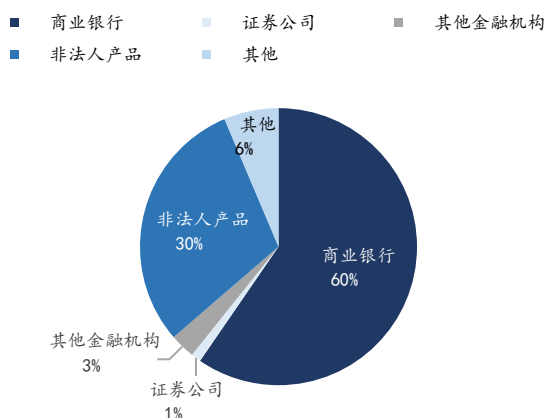
时间	文件名称	相关内容
2016 年 1 月	《国务院办公厅关于推进农村一二三产业融合发展的指导意见》	积极推动涉农企业对接多层次资本市场,支持符合条件的 涉农企业 通过发行 债券、资产证券化 等方式融资。
2016 年 2 月	《国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》	支持城市政府推行 基础设施和租赁住房资产证券化 ,提高城市基础设施项目直接融资比重。
2016 年 5 月	《国务院办公厅关于印发促进科技成果转化行动方案的通知》	支持符合条件的 创新创业企业 通过发行 债券、资产证券化 等方式进行融资。
2016 年 8 月	《国务院关于印发降低实体经济企业成本工作方案的通知》	鼓励 实体经济企业 将符合条件的 经营性资产证券化 ,或通过金融租赁、融资租赁方式盘活存量资源。
2016 年 9 月	《国务院关于印发北京加强全国科技创新中心建设总体方案的通知》	支持“ 新三板 ”、 区域性股权市场 发展,大力推动 优先股、资产证券化、私募债 等产品创新。
2016 年 12 月	《国务院关于印发“十三五”旅游业发展规划的通知》	积极推进权属明确、能够产生可预期现金流的 旅游相关资产证券化 。
2017 年 3 月	《国务院关于落实<政府工作报告>重点工作部门分工的意见》	促进企业盘活存量资产,推进 资产证券化 ,支持市场化法治化债转股,发展多层次资本市场。
2017 年 3 月	《国务院办公厅关于进一步激发社会领域投资活力的意见》	积极支持相关领域符合条件的企业发行 公司债券、非金融企业债务融资工具和资产证券化 产品。
2017 年 3 月	《关于做好 2017 年小微企业金融服务工作的通知》	鼓励符合条件的银行业金融机构一次注册、自主分期发行,开展 小微企业贷款资产证券化 业务。
2017 年 3 月	《关于金融支持制造强国建设的指导意见》	大力推进 高端技术装备、智能制造装备、节能及新能源装备等制造业融资租赁债权资产证券化 。
2017 年 4 月	《国务院批转国家发展改革委关于 2017 年深化经济体制改革重点工作意见的通知》	把降低企业杠杆率作为重中之重,促进企业盘活存量资产,推进 资产证券化 。
2018 年 7 月	《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》	研究利用可计入权益的可续期债券、项目收益债券等创新形式推进 城市轨道交通项目 市场化融资,开展符合条件的运营期项目 资产证券化 可行性研究。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	支持 国有企业 按照 真实出售、破产隔离原则 ,开展以企业应收账款、租赁债权等财产权利和基础设施、商业物业等不动产财产或财产权益为基础资产的 资产证券化 业务。
2018 年 12 月	《国务院办公厅关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的通知》	鼓励有条件的 文化企业 利用资本市场发展壮大,推动 资产证券化 ,鼓励文化企业充分利用金融资源,投资开发战略性、先导性文化项目。
2018 年 12 月	《深圳市人民政府关于构建绿色金融体系的实施意见》	支持 绿色产业中优质的、具有稳定现金流 的存量资产开展 企业证券化 业务。
2019 年 1 月	《关于支持河北雄安新区全面深化改革和扩大开放的指导意见》	加大对 雄安新区 直接融资支持力度,支持发行 REITs、知识产权 ABS 进行融资。
2019 年 1 月	《关于促进深圳市供应链金融发展的意见》	支持探索设立 供应链金融 Pre-ABS 产业基金 ,用于支持供应链金融企业通过交易所发行 ABS ,盘活优质供应链金融资产。
2019 年 2 月	《关于加强地方资产管理公司监督管理有关工作的通知(征求意见稿)》	支持符合条件的 地方 AMC 利用银行贷款、公司债、企业债、非金融企业债务融资工具、理财直接融资工具、 资产证券化 等多渠道融资。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》	鼓励通过股权转让、资产交易、 资产证券化 等方式,盘活项目存量资产,丰富社会资本进入和退出渠道。
2019 年 8 月	《关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》	探索 知识产权证券化 ,规范有序建设知识产权和科技成果产权交易中心。
2020 年 4 月	《社会资本投资农业农村指引》	鼓励 社会资本 探索通过 资产证券化、股权转让 等方式,盘活项目存量资产,丰富资本进入退出渠道。
2020 年 9 月	《对十三届全国人大三次会议第 5315 号建议的答复》	积极支持 汽车抵押贷款资产证券化 产品、汽车金融公司金融债券、汽车企业债务融资工具的注册发行,有效引导社会资金流向汽车产业。

资料来源：国务院，银保监会，证监会，深圳市人民政府，中国人民银行，财政部，农业农村部，华泰研究

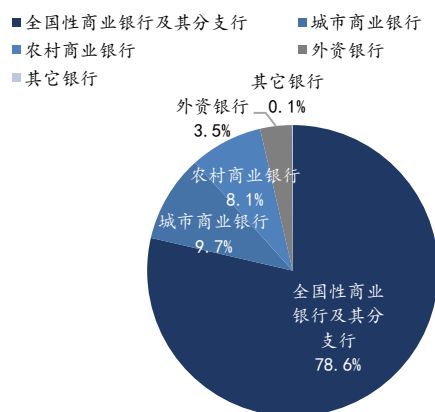
资产证券化持有结构

我们从 ABS 的托管数据来对其持有者结构进行分析。如前所述，ABS 的托管机构主要包括中债登、中证登及上清所。其中，信贷 ABS 主要托管在中债登，企业 ABS 主要托管在中证登（上交所和深交所披露），ABN 托管在上清所。

中债登托管的信贷 ABS 持有机机构以商业银行为主。截至 2020 年末，中债登托管信贷 ABS 商业银行直接占比达到了 60%。在持有信贷 ABS 的商业银行中，全国性商业银行及其分支行占据主导地位，约占商业银行总持有量的 80%，外资行的占比较少，仅为 3.5%。

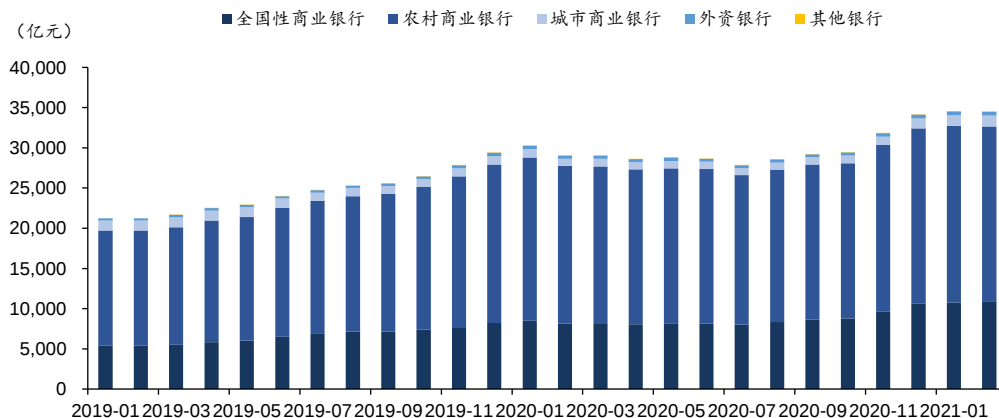
图表34：中债登托管银行信贷ABS主要持有人为商业银行(截至2021年2月)


资料来源：Wind，华泰研究

图表35：商业银行中全国性大行及其支行为信贷ABS主要持有人(截至2021年2月)


资料来源：Wind，华泰研究

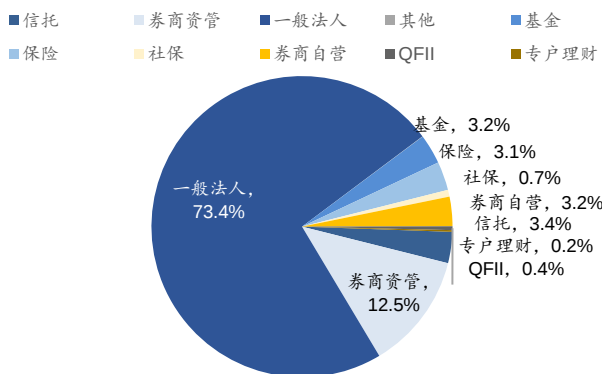
具体来看，银行对信贷ABS的青睐程度有所增强。受疫情以及经济大环境的冲击，2020年商行的盈利压力明显增大，因此融资成本低且保持较高收益率的资产支持证券产品继续受到银行青睐。此外，2020年7月发布的《标准化债权资产认定规则》正式将信贷ABS认定为标准化债券资产，在非标限制政策下银行投资ABS的便利性凸显。2020年下半年起，各大全国性商行、城商行对信贷ABS均有所增持。截至2021年2月，全国性商业银行持有信贷ABS的金额达10,903亿元，同比增长33.84%，城商行持有信贷ABS金额为1,355亿元，同比增长48.90%。

图表36：2020年下半年以来银行对信贷ABS的青睐程度有所增强


资料来源：Wind，华泰研究

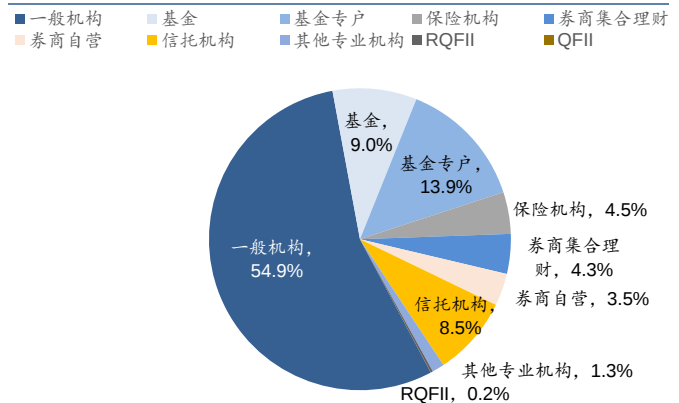
交易所企业ABS持有人呈现多元化。截止2020年末，上交所企业ABS的持有人以一般法人(实际多数为银行)为主，其次为券商资管，且占比均较年初进一步提升，分别达到73.35%和12.51%。深交所企业ABS的主要持有人以一般机构为主，占比54.86%，银行仍是主要投资者，其次为基金专户、基金、保险机构和券商集合理财等，基金的ABS持有比例为9.02%，高于上交所的3.20%。此外，根据深交所公开持有人结构显示，企业年金从2019年12月开始退出深交所ABS市场，而RQFII从2019年11月开始进入深交所ABS一级发行市场，但2020年其证券化产品持有比例并没有明显提高的趋势。

图表37: 上交所企业 ABS 持有人结构 (截至 2021 年 2 月)



资料来源: Wind, 华泰研究

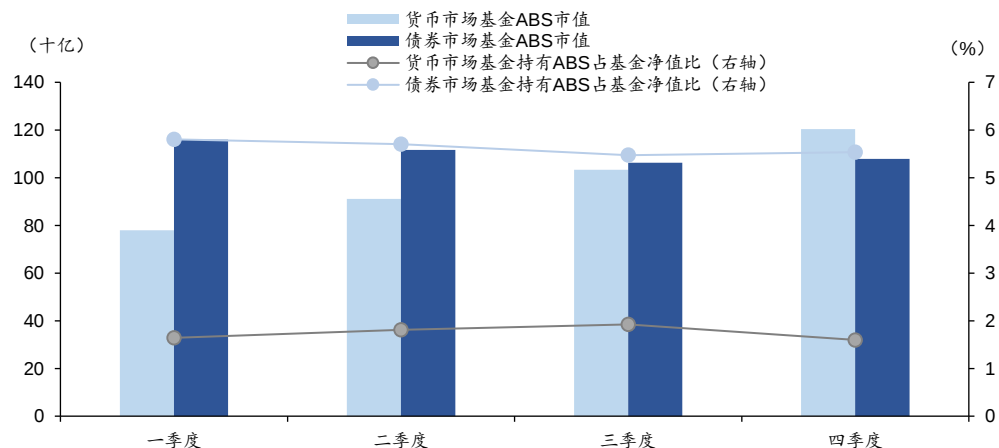
图表38: 深交所企业 ABS 持有人结构 (截至 2021 年 2 月)



资料来源: Wind, 华泰研究

基金整体持有比例不高, 但配置热情有所增强。由于资产支持证券受限于流动性不高的问题, 一直以来基金的持有比例并不高。据公募基金 2020 年年报显示, 截至 2020 年四季度公募基金持有 ABS 市值总额为 1347.3 亿元, 持有 ABS 债券投资市值占比为 1.42%, 同比增长 36%; 持仓 ABS 的基金共有 724 只, 同比增长 24%。其中, 持有 ABS 券种的基金主要来自货币市场型基金和债券型基金 (尤其是中长期纯债型基金), 两类基金去年持仓比例趋稳且仍处于一个较低的位置。由于风险偏好较低、资金流动相对充裕, 货币基金持有 ABS 的比例更高, 在 5.5% 左右, 且 2020 年有明显上升的趋势, 四季度的持有市值突破 1000 亿元, 而债券型基金持有比例基本保持在 1%~2% 的区间。随着市场和监管、制度的进一步完善, 更多优质的 ABS 产品被挖掘, 公募基金尤其是风险偏好区间较低、资金流动性相对宽裕的基金有望逐步提高 ABS 的配置比例。

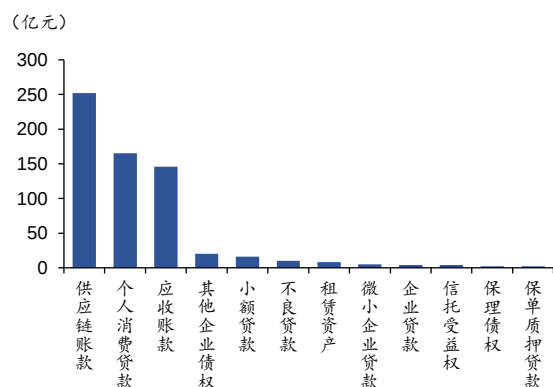
图表39: 2020 年全国性大行、城商行和商行产品持仓变化



资料来源: Wind, 华泰研究

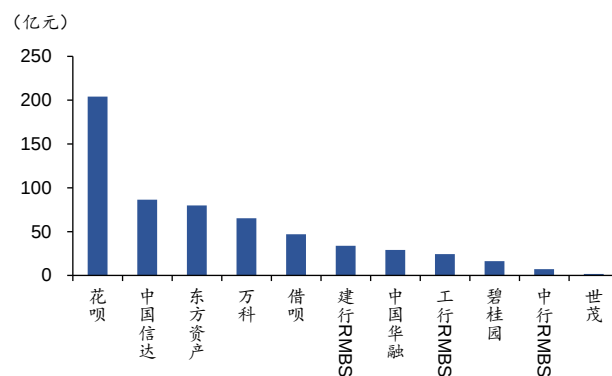
公募基金 ABS 基础资产集中于供应链账款及个人消费贷, 花呗为最大 ABS 产品系列。根据 2020 公募基金年报, 基金持有的 ABS 二级基础资产主要集中于供应链账款、个人消费信贷和应收账款。同时, 截至 2020 年四季度, 公募基金的企业 ABS 持有比例首次超过了 90%, 风险偏好明显走高, 体现了市场对优质企业的认可, 投资标的或将继续向信用风险良好的优质资产高度集中。在 2020 年公募基金持有 ABS 的产品系列中, 花呗的总持仓位居第一, 基金持有总市值达 204.26 亿元, 是第二名中国信达总市值的 2.36 倍, 东方资产和万科的基金持有总市值同样超过 50 亿元, 位列第三和第四。

图表40：2020年末公募基金持有ABS中主要持仓基础资产



资料来源：Wind，华泰研究

图表41：2020年末公募基金持有ABS中前十大持仓产品系列



资料来源：Wind，华泰研究

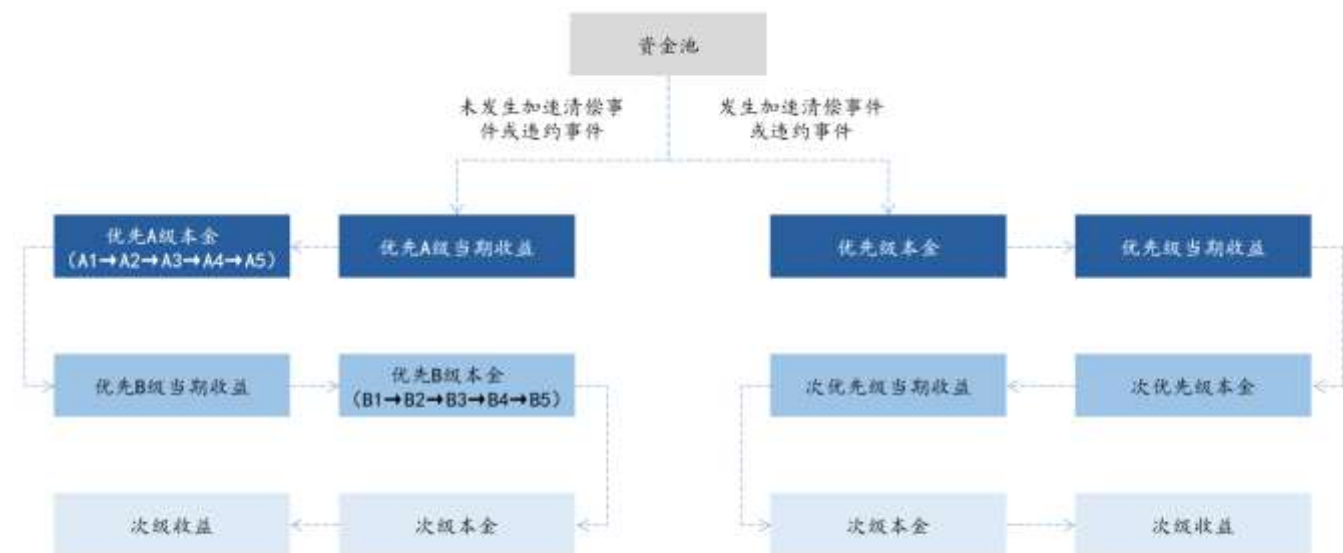
保险公司偏好长期限标的，对ABS的配置意愿较低。保险机构资金流动性相对充裕，更偏好于周期长、投资回报稳定的投资标的，而我国资产支持证券发行期限普遍较短，截至2021年2月发行期限在五年以上的产品数量占比不超过10%，保险公司的配置意愿并不强烈。此外，《标准化债权类资产认定规则》仅将信贷ABS、企业ABS及ABN认定为标准化债券资产，但保险资产支持计划仍归属于非标资产中，未享受到标准债权资产的政策福利。截至2020年9月，保险公司投资于交易所市场的资产支持证券规模仅为515亿元，占比不到4%。

把握流动性溢价、关注基础资产及结构设计优势

与信用债相比，资产证券化表现出如下优势：

具有分层分档偿付设计，满足不同的风险期限要求。资产证券化常根据基础资产的现金流情况及投资者偏好进行分层，风险最小的为优先级，能够优先获得分配，风险最大的为次级，风险介于两者之间的为夹层。层级内部又可以划分为不同档位，各档位的还本方式可能有所不同，主要分为固定摊还档和过手摊还档。固定摊还是指在合同约定的日期向投资者偿付约定比例的本金，过手摊还指没有固定的还本安排，现金流按规定顺序扣除相关费用后按比例分配给投资者。以武威发展集团供热合同债权资产支持专项计划(武威 2017-1)为例，产品由 A 级 (A1、A2、A3、A4、A5)、B 级 (B1、B2、B3、B4、B5) 和次级组成，其中次级的还本方式为过手摊还，A 级和 B 级的还本方式为固定摊还，次级的偿还顺序劣后于 A 级和 B 级，且先偿付本金、后偿付利息，而在未发生加速清偿事件或违约事件时，A 级和 B 级先偿付当期利息再偿付本金。

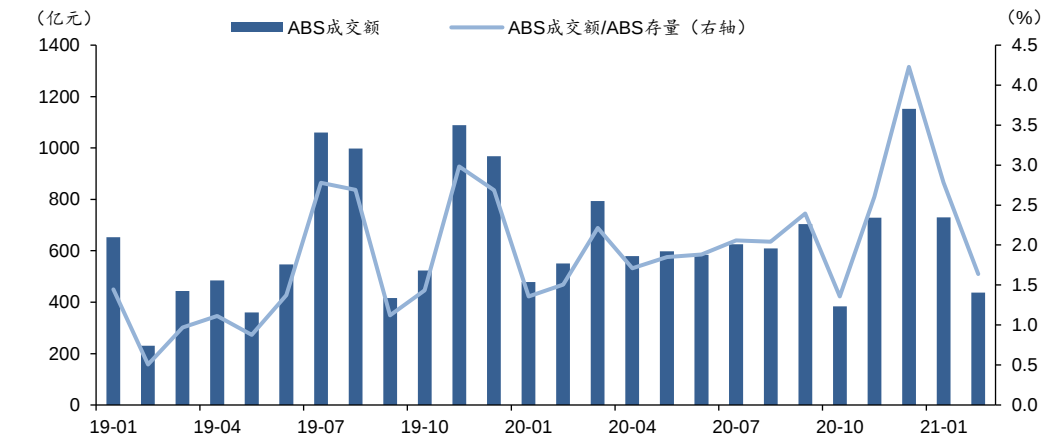
图表 42：武威 2017-1 偿付模型



资料来源：CNABS，华泰研究

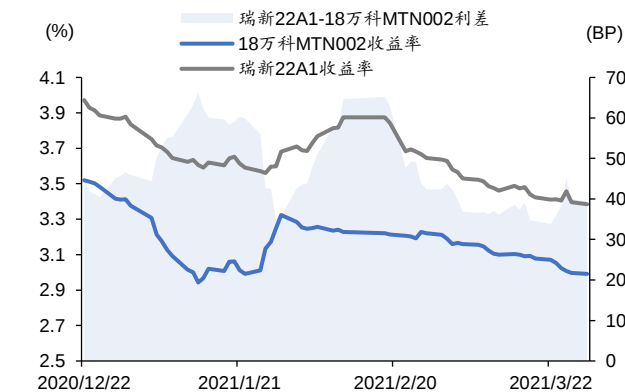
流动性相对较弱，但提供流动性补偿。与信用债相比，资产证券化的标准程度较低，底层资产和交易结构较为复杂，导致 ABS 的定价难度偏高，投资者的交易意愿较弱。此外，单笔 ABS 的产品规模通常小于信用债，且资产证券化市场内缺乏做市商等中介机构，进一步造成了 ABS 的低流动性。因此，市场参与者对于 ABS 产品的投资多以配置为主，二级市场活跃度较低。截至 2021 年 2 月，ABS 月度成交额均低于 1200 亿元，占当月 ABS 存量规模的比例持续低于 5%，流动性较弱。为补偿 ABS 的流动性，一般同一主体发行的 ABS 的收益率高于同期限、同评级的信用债。以万科所发行的同期限、同评级的信用债“18 万科 MTN002”和供应链 ABS“瑞新 22A1”为例，后者的收益率显著高于前者，自发行以来的利差均值为 47 BP。一般而言，AAA 级企业 ABS 与中短期票据的利差在 40BP 以上，平均利差在 50BP 左右。

图表43: ABS 成交额占存量比低于 5%



资料来源: Wind, 华泰研究

图表44: 万科同期限供应链 ABS 收益率明显高于信用债



资料来源: Wind, 华泰研究

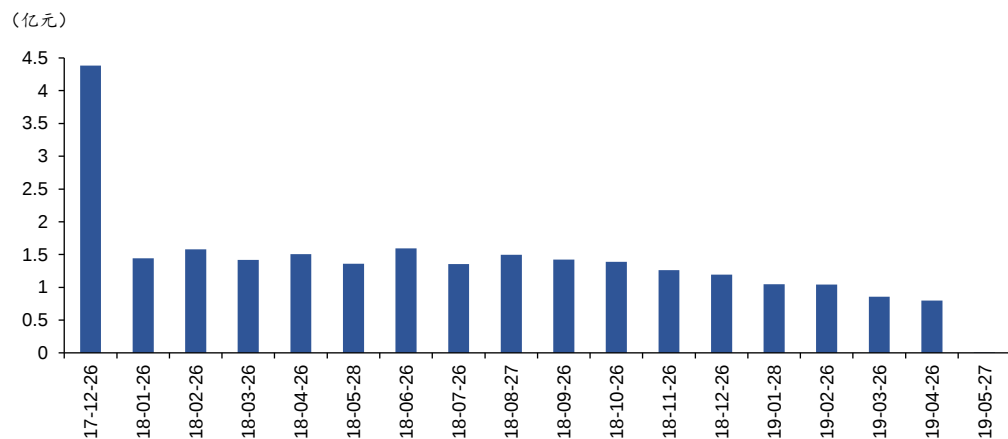
图表45: AAA 级企业 ABS 利差在 5BP 左右



资料来源: Wind, 华泰研究

信用资质有基础资产的加持。资产证券化是把特定的资产产生的现金流重新打包切分风险和收益的过程，特殊目的载体（SPV）的存在起到了隔离原始权益人破产风险的作用，证券的还本付息依赖于基础资产产生的现金流。因此，资产证券化的信用资质受资产质量的影响。相比之下，信用债的信用风险主要取决于发行人主体的偿债能力，主体的经营情况和财务质量对信用债的违约风险有着较大影响。

期限具有不确定性。相比于普通信用债存在明确且唯一的还本日，资产证券化的期限具有不确定性。以 17 丰耀 2A_bc 为例，其各期所偿付的现金流不均匀，期限难以准确预测。与普通债权相比，资产证券化的期限概念较为复杂，包括加权平均期限（WAL）、预计到期日和法定到期日等。加权平均期限描述了证券本金支付完毕平均所需期限，是衡量资产证券化期限的主要指标。加权平均期限具有不确定性，基础资产逾期或早偿在资产证券化产品中较为常见。预期到期日是指该档证券最后一期现金流发生的日期，对于期限的衡量也有一定的参考作用。资产证券化的法定到期日一般晚于预期到期日 2~3 年，是法律上能追偿资产的时间。

图表46： 资产证券化的期限具有不确定性（以 17 丰耀 2A_bc 偿付现金流为例）


资料来源：CNABS，华泰研究

增信手段相对多元化。众所周知，信用债可用增信手段较少，一般只能采用担保等方式增信。相比之下，资产证券化的增信手段较为丰富，包括前段所述的分层结构化增信，以及超额抵押、超额利差、设立保证金及现金储备账户等等，还可以采用各种外部增信手段，如差额支付承诺、第三方担保、回购承诺等。

风险提示

- 1、资金混同风险。**在资金归集的过程中，专项计划底层资产的回收款被原始权益人挪用的风险。
- 2、底层资产无法变现的风险。**ABS 对基础资产的处置经验不足，处置难度较大。

免责声明

分析师声明

本人，程晨、赵天彤、张继强，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师程晨、赵天彤、张继强本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司